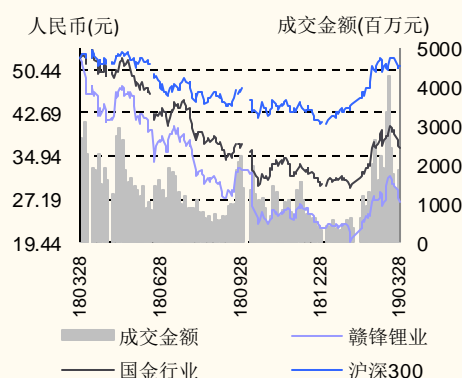


市场价格 (人民币): 26.71 元

投资拖累业绩, 产业链整合加速

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	800.56
流通港股(百万股)	200.19
总市值(百万元)	35,125.84
年内股价最高最低(元)	52.53/19.44
沪深 300 指数	3728.40
中小板综	9506.56



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.980	0.930	0.323	0.265	0.325
每股净资产(元)	5.44	6.03	6.30	6.52	6.79
每股经营性现金流(元)	0.68	0.52	0.65	0.78	0.49
市盈率(倍)	36.23	23.74	82.68	100.90	82.25
净利润增长率(%)	216.36%	-16.73%	-65.27%	-18.05%	22.67%
净资产收益率(%)	36.39%	15.44%	5.13%	4.06%	4.78%
总股本(百万股)	741.77	1,315.08	1,315.08	1,315.08	1,315.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司发布 2018 年年度报告, 2018 年实现营业收入 50.04 亿元, 同比增长 14.15%; 归母净利润 12.23 亿元, 同比下降 16.73%; EPS 为 1.07 元。

经营分析

- 公允价值变动导致业绩大幅下滑, 锂盐价格骤降影响毛利率。公司 2018 年实现营业收入 50.04 亿元, 同比+14.15%; 归母净利和扣非净利分别为 12.23/12.56 亿元, 同比-16.73%/5.19%, 两者最大的差异来自公允价值变动损失 2.2 亿元 (持有海外矿企股票等)。报告期内公司毛利率/净利率分别为 36.1%/24.5%, 同比-4.37pct/-9.04pct, 利润率下滑主要原因是锂盐价格的快速下挫, 2018 年碳酸锂价格下降约 50%, 氢氧化锂价格下跌 32%。
- 加速布局上游资源, 盐湖/锂矿双头并进。赣锋国际持有 Minera Exar 48% 的股权, 其全资控股的 Cauchari-Olaroz 锂盐湖第一期年产 2.5 万吨电池级碳酸锂项目将于 2020 年投产, 公司获得 77.5% 的包销权。另外, 控股子公司海西锦泰成功竞得青海省茫崖工委凤凰台地区深层卤水锂矿预查探矿权; 锂矿方面, 赣锋国际在增持 RIM 6.9% 的股权后对其持股上升至 50%, 并通过增资 5000 万澳元获得 Pilbara 5% 的股权, 交易完成后将持有 Pilbara 不超过 9.3% 的股权, 赣锋锂业享有 Pilgangoora 第一期锂矿项目每年 16 万吨锂精矿的包销权; 同时, 公司与 Altura 签订包销协议, 2019-2021 每年将最少包销其 7 万吨锂精矿。通过加速对全球锂资源的布局, 公司锁定了更多稳定优质的原材料供应, 保障了公司运营, 巩固了在行业的领先地位。
- 提升中下游产能, 进一步加强产业链整合。报告期内公司新余 2 万吨氢氧化锂生产线和宁都 1.75 万吨碳酸锂生产线顺利投产, 同时公司在新余另一条 2.5 万吨电池级氢氧化锂生产线将于 2020 年建成。另外, 公司投资的年产亿瓦时级第一代固态锂电池研发中试生产线计划于 2019 年建成。通过中下游的产能扩张, 公司强化上游锂资源、中游深加工、下游电池生产的产业链整合, 不同业务板块协同效应得到加强, 形成独特的赣锋生态系统。

盈利调整与投资建议

- 考虑锂行业整体供给过剩加剧, 我们下调 2019 年盈利预测, 下调幅度 60%。预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 4.3/3.5/4.3 亿元, 当前股价对应 19/20 年 PE 分别为 83/101 倍, 维持“中性”评级。

风险提示

- 新能源汽车产销量低于预期的风险; 宏观经济增长乏力导致锂需求量下行的风险; 碳酸锂等锂电池产品大幅跌价风险。

相关报告

1. 《港股发行助力公司再腾飞-赣锋锂业港股上市点评》, 2018.10.11
2. 《奋发进取的锂电龙头-赣锋锂业公司研究》, 2018.9.18

廖淦

分析师 SAC 执业编号: S1130517020001
(8675583830558)
liaogan@gjzq.com.cn

曾智勤

联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

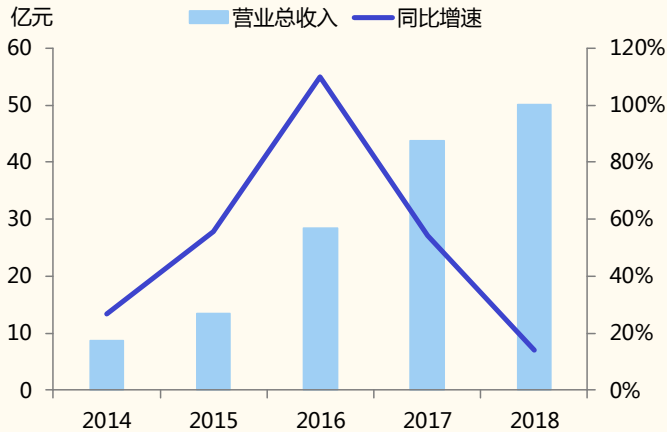
张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

1. 营收增长 14.2%，利润下滑 16.7%，业绩总体符合预期

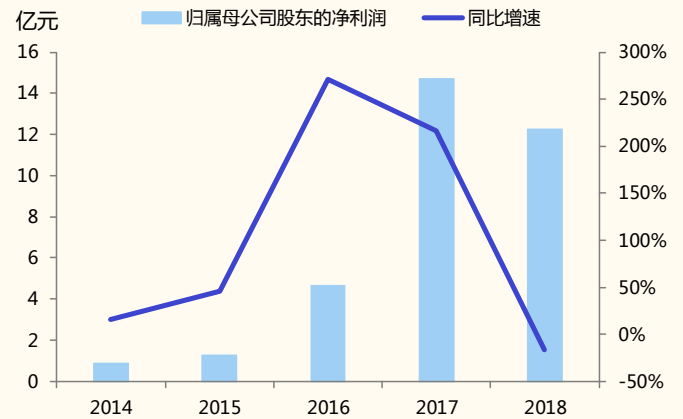
公司 2018 年实现营业收入 50.04 亿元，同比增长 14.15%；归母净利润 12.23 亿元，同比下降 16.73%。报告期内公司毛利率/净利率分别为 36.1%/24.5%，同比-4.37pct/-9.04pct。锂盐价格下降毛利率下滑最主要的原因，2018 年，碳酸锂价格跌幅约 50%，氢氧化锂价格下跌 32%。

图表 1：公司近年收入及其增速



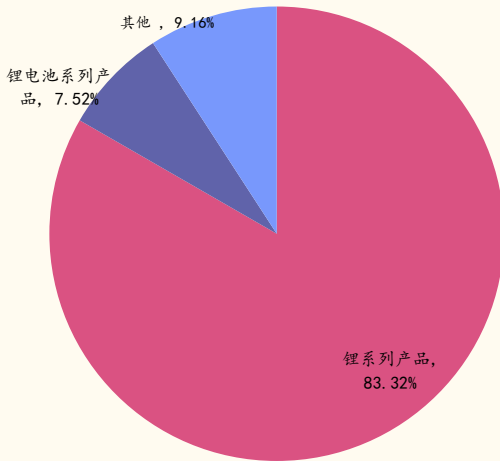
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：公司近年归母净利润及其增速



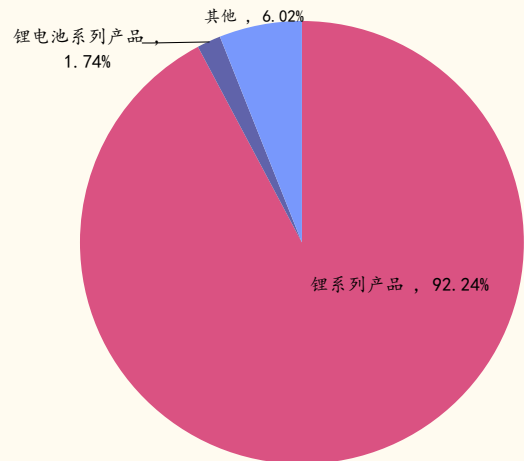
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司 2018 年营业收入拆分



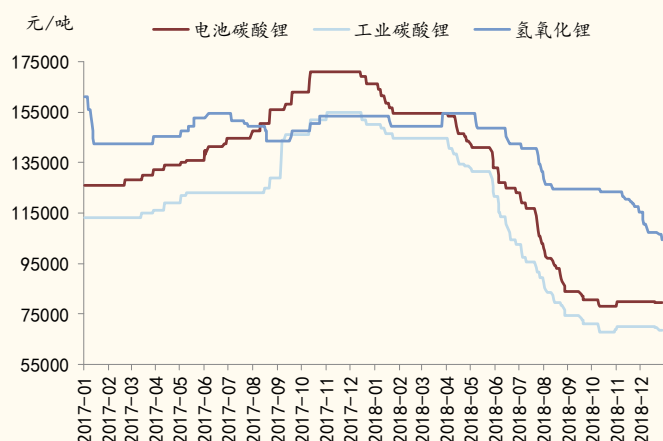
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司 2018 年毛利润构成



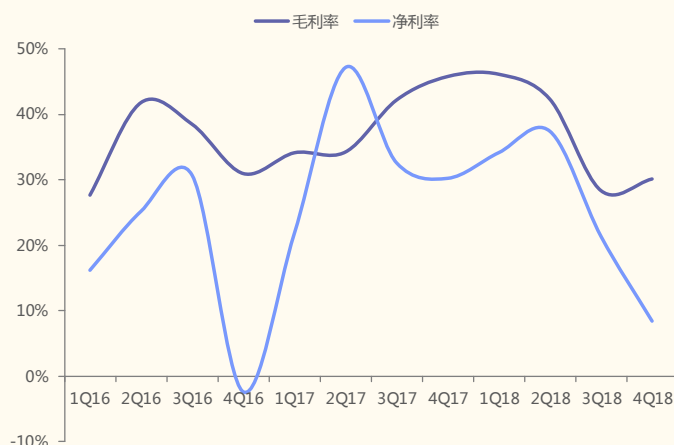
来源：Wind，国金证券研究所

图表 5: 2018 年锂盐市场价格大幅下挫



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 公司单季毛利率/净利率变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 公司近年锂盐销售情况

单位: 吨	2015		2016		2017		2018	
	产量	产量	产量	增速	产量	增速	产量	增速
碳酸锂	7,943.00	10,275.00	18,298.41	78%	16,324.92	-11%		
氢氧化锂	4,517.00	7,978.00	6,916.64	-13%	14,736.28	113%		
金属锂	1,341.00	1,126.00	1,384.14	23%	1,519.44	10%		

来源: 公司财报, 国金证券研究所

2. 加速布局上游资源, 盐湖/锂矿双头并进

赣锋国际持有 Minera Exar 48% 的股权, 其全资控股的 Cauchari-Olaroz 锂盐湖第一期年产 2.5 万吨电池级碳酸锂项目将于 2020 年投产, 公司获得 77.5% 的包销权。另外, 控股子公司海西锦泰成功竞得青海省茫崖行委凤凰台地区深层卤水锂矿预查探矿权; 锂矿方面, 赣锋国际在增持 RIM 6.9% 的股权后对其持股上升至 50%, 并通过增资 5000 万澳元获得 Pilbara 5% 的股权, 交易完成后将持有 Pilbara 不超过 9.3% 的股权, 赣锋锂业享有 Pilgangoora 第一期锂矿项目每年 16 万吨锂精矿的包销权; 同时, 公司与 Altura 签订包销协议, 2019-2021 每年将最少包销其 7 万吨锂精矿。通过加速对全球锂资源的布局, 公司锁定了更多稳定优质的原材料供应, 此举有利于保障公司运营、巩固在行业的领先地位。

图表 8: 公司锂资源储量情况

矿产资源	收购日期	资源类型	权益	氧化锂平均品位	储量 (万吨 LCE)	合作方式
已投产						
Mt Marion	2015	矿山	43.1%	1.37%	270	包销
宁都河源	2017	矿山	100%	1.03%	10	运营开采
Pilgangoora	2016	矿山	4.3%	1.27%	708	包销
勘察开发中						
Mariana	2014	盐湖 (勘探)	82.75%	306mg/L	190	
Cauchari-Olaroz	2017	盐湖	37.5%	585mg/L	1180	包销
Avalonia	2012	矿山 (勘探)	55%	-		
青海省茫崖行委凤凰台地区深层	2019	盐湖	70%			

卤水锂矿预查探
矿权

合计

2358

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司锂资源产能、产量及包销情况（万吨/年）

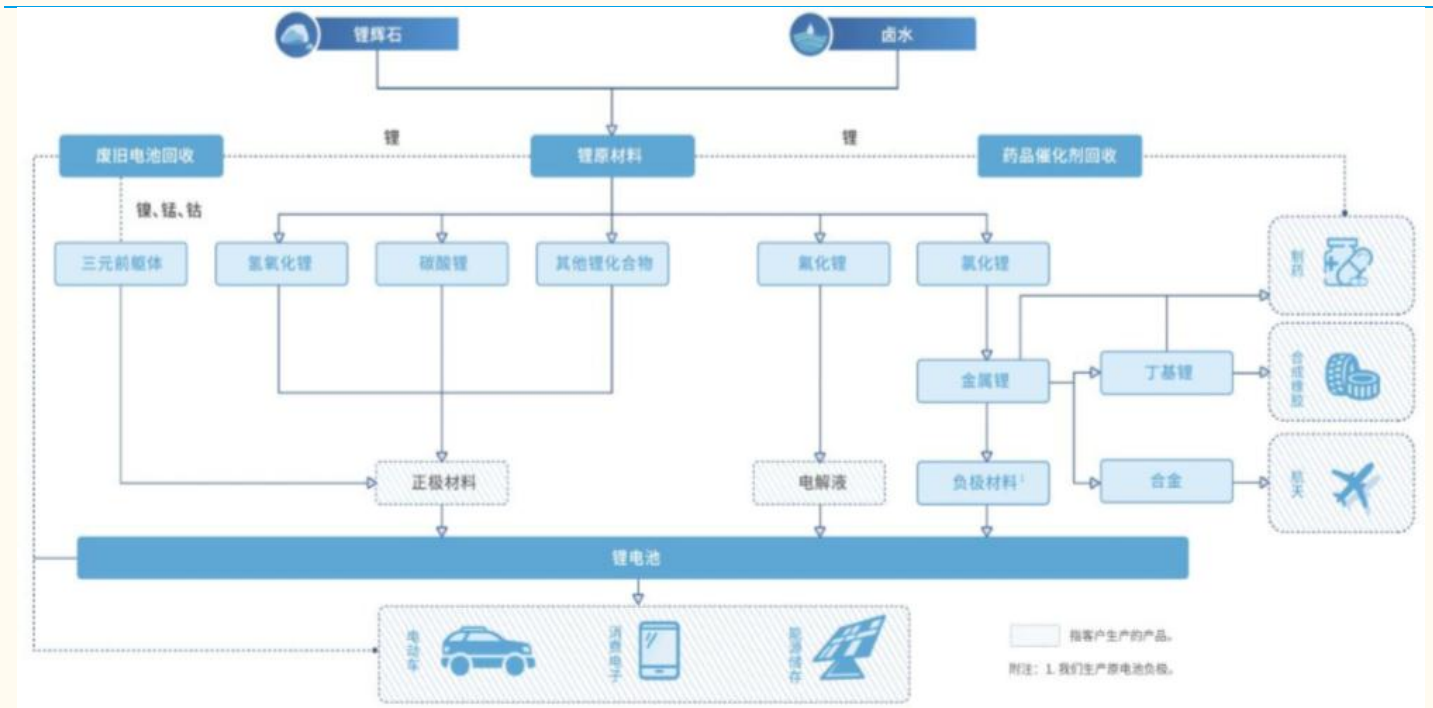
公司	锂矿名称	设计产能			实际产量		购入（包销）	
		2018	2019	2020	2017	2018	2017	2018
RIM	Mt Marion	40.0	43.8	50.6	31.7	36.6	31.7	36.6
江西锂业	宁都河源	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Pilbara	Pilgangoora	16.0	72.0	112.0		4.7		4.7
Minera Exar	Cauchari-Olaroz			2.5				
Altura	Pilgangoora	11.0	22.0	22.0		2.4		2.4

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 提升中下游产能，进一步加强产业链整合。

报告期内公司新余 2 万吨氢氧化锂生产线和宁都 1.75 万吨碳酸锂生产线顺利投产，同时公司在新余另一条 2.5 万吨电池级氢氧化锂生产线将于 2020 年建成。另外，公司投资的年产亿瓦时级第一代固态锂电池研发中试生产线计划于 2019 年建成。通过中下游的产能扩张，公司强化上游锂资源、中游深加工、下游电池生产的产业链整合，不同业务板块协同效应得到加强，形成独特的赣锋生态系统。

图表 10：赣锋生态系统内各业务板块的职能及关联关系



来源：公司财报，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	2,844	4,383	5,004	5,024	4,379	4,351	货币资金	198	2,237	3,602	2,829	3,724	3,990
增长率		54.1%	14.2%	0.4%	-12.8%	-0.6%	应收账款	598	967	1,406	1,738	1,505	1,554
主营业务成本	-1,861	-2,609	-3,197	-4,227	-3,809	-3,762	存货	534	915	1,905	2,738	2,227	1,999
%销售收入	65.4%	59.5%	63.9%	84.1%	87.0%	86.5%	其他流动资产	144	448	1,003	781	704	746
毛利	983	1,774	1,807	797	570	589	流动资产	1,475	4,568	7,915	8,086	8,160	8,289
%销售收入	34.6%	40.5%	36.1%	15.9%	13.0%	13.5%	%总资产	38.7%	57.1%	58.5%	60.8%	60.6%	60.0%
营业税金及附加	-21	-49	-31	-44	-42	-49	长期投资	795	1,387	1,736	1,847	1,961	2,076
%销售收入	0.7%	1.1%	0.6%	0.9%	1.0%	1.1%	固定资产	1,147	1,574	2,595	2,975	2,921	2,983
营业费用	-51	-53	-82	-83	-72	-72	%总资产	30.1%	19.7%	19.2%	22.4%	21.7%	21.6%
%销售收入	1.8%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	270	345	380	393	430	469
管理费用	-102	-175	-346	-266	-232	-231	非流动资产	2,334	3,431	5,606	5,214	5,312	5,527
%销售收入	3.6%	4.0%	6.9%	5.3%	5.3%	5.3%	%总资产	61.3%	42.9%	41.5%	39.2%	39.4%	40.0%
息税前利润 (EBIT)	809	1,497	1,348	404	224	238	资产总计	3,809	7,999	13,521	13,300	13,472	13,817
%销售收入	28.5%	34.2%	26.9%	8.0%	5.1%	5.5%	短期借款	539	1,211	1,356	1,313	1,251	1,132
财务费用	-17	-54	-82	-72	-44	-36	应付款项	464	1,215	1,319	1,549	1,348	1,332
%销售收入	0.6%	1.2%	1.6%	1.4%	1.0%	0.8%	其他流动负债	188	389	386	348	326	330
资产减值损失	-238	-30	-7	-53	-36	-2	流动负债	1,191	2,814	3,062	3,210	2,924	2,976
公允价值变动收益	0	21	-220	-50	-20	5	长期贷款	56	320	706	1,036	1,198	1,136
投资收益	22	257	175	272	286	300	其他长期负债	71	822	1,005	713	713	713
%税前利润	4.2%	14.8%	12.6%	54.0%	69.2%	58.7%	负债	1,318	3,956	5,544	4,960	4,836	4,826
营业利润	576	1,755	1,371	500	410	505	普通股股东权益	2,488	4,037	7,924	8,286	8,581	8,935
营业利润率	20.3%	40.0%	27.4%	10.0%	9.4%	11.6%	少数股东权益	2	6	54	55	56	57
营业外收支	-42	-16	16	3	3	6	负债股东权益合计	3,809	7,999	13,521	13,300	13,472	13,817
税前利润	534	1,738	1,387	503	413	511	比率分析						
利润率	18.8%	39.7%	27.7%	10.0%	9.4%	11.7%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-69	-270	-163	-78	-64	-83	每股指标						
所得税率	12.9%	15.5%	11.7%	15.4%	15.4%	16.2%	每股收益	0.617	1.980	0.930	0.323	0.265	0.325
净利润	465	1,469	1,224	426	349	428	每股净资产	3.306	5.443	6.025	6.301	6.525	6.794
少数股东损益	1	0	1	1	1	1	每股经营现金净流	0.875	0.679	0.523	0.654	0.781	0.486
归属于母公司的净利润	464	1,469	1,223	425	348	427	每股股利	0.150	0.100	0.450	0.150	0.150	0.150
净利率	16.3%	33.5%	24.4%	8.5%	8.0%	9.8%	回报率						
							净资产收益率	18.66%	36.39%	15.44%	5.13%	4.06%	4.78%
							总资产收益率	12.19%	18.37%	10.70%	3.54%	2.86%	3.42%
							投入资本收益率	22.81%	20.06%	11.06%	3.39%	1.80%	1.84%
							增长率						
							主营业务收入增长率	110.06%	54.12%	14.15%	0.39%	-12.84%	-0.63%
							EBIT增长率	366.01%	84.97%	-9.98%	-70.02%	-44.68%	6.57%
							净利润增长率	271.03%	216.36%	-16.73%	-65.27%	-18.05%	22.67%
							总资产增长率	50.69%	110.02%	42.91%	4.36%	1.29%	2.56%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	51.7	39.6	55.1	85.0	85.0	83.0
							存货周转天数	83.1	101.4	160.9	240.0	220.0	200.0
							应付账款周转天数	44.4	48.3	23.5	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	82.9	66.2	109.3	121.9	127.0	116.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	15.88%	-5.70%	-12.78%	-15.62%	-24.06%	-26.17%
							EBIT利息保障倍数	46.7	28.0	16.4	5.6	5.1	6.6
							资产负债率	34.61%	49.45%	30.22%	30.42%	28.97%	28.09%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	6	7	17
增持	0	0	3	3	10
中性	0	0	2	2	4
减持	0	0	0	0	1
评分	1.00	1.00	1.64	1.58	1.66

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

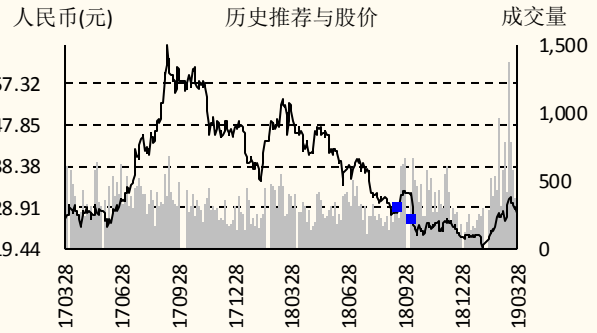
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-09-18	中性	27.81	27.64~27.64
2	2018-10-11	中性	28.89	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH